

De markt voor risicodragend vermogen verstopt?

In *ESB* van 15 januari 1986 is een bijdrage verschenen van dr. G. Rietkerk onder de suggestieve titel „De verstopte markt voor risicodragend vermogen”. Hierin wordt het aanbod van vermogen op de Nederlandse kapitaalmarkt in het recente verleden en toekomstige jaren behandeld. In het bijzonder gaat Rietkerk in op het aanbod van de zijde van institutionele beleggers en op het aandelenkapitaal. Een van de conclusies luidt: „pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen beleggen tegen de achtergrond van hun marktaandeel in het aanbod op de kapitaalmarkt (veel) te weinig in Nederlandse aandelen”. Rietkerk verwacht dat dit zo zal blijven. Ook de overige bronnen acht hij verstopt.

Naar mijn mening wordt in Rietkerks artikel een belangwekkend thema aangesneden, maar zijn analyse en conclusies zijn onvoldoende onderbouwd. Rietkerk trekt ontwikkelingen uit het recente verleden te klakkeloos door naar de toekomst, zonder rekening te houden met de sterk gewijzigde situatie van (het risicodragende vermogen in) het bedrijfsleven. Ook houdt hij te weinig rekening met de vraagzijde van de vermogensmarkt, waardoor hij aanbod en feitelijk beleggingsgedrag verwart en nauwelijks spreekt over rendementen.

Nader geconcretiseerd heb ik de volgende bezwaren tegen Rietkerks betoog.

1. Het artikel begint met enige kwantitatieve macro-indicaties van de behoefte aan risicodragend vermogen in het bedrijfsleven, nu en in de toe-

komst. Niet alleen dragen dit soort schattingen een zeer globaal karakter, ook moet worden opgemerkt dat theoretisch berekende behoeften nog geen markt vraag zijn, laat staan rendabele vraag. Zeker bij professionele beleggers gaat het om feitelijke vraag en rendement.

2. De te constateren ontwikkeling van de beleggingen over de periode 1980 – 1984 is een nagenoeg constant bedrag aan aandelenbezit geweest, daarin heeft Rietkerk gelijk. Maar dit beleggingsresultaat behoeft niet gelijk te zijn aan het (potentiële) aanbod over die jaren. Men kan toch ook niet uit een gelijkblijvende werkgelegenheid afleiden dat het in het recente verleden kennelijk aan arbeidsaanbod heeft ontbroken? De vraag naar risicodragend vermogen, inclusief het rendement, moet in de beschouwing worden betrokken. Rietkerk constateert zelf dat er omzetting heeft plaatsgevonden van het bezit van buitenlandse in binnenlandse aandelen en dit was 'ruim voldoende om de aankoop van nieuw uitgegeven binnenlandse aandelen te financieren'. Er lijkt mij gezien het voorgaande geen reden te bestaan om ten aanzien van het vermogensaanbod te spreken van 'verbluffende cijfers' en een 'lamentabele markt'.

3. Juist de laatste jaren is het aandelenbezit van levensverzekeraars en particuliere pensioenfondsen weer aan het toenemen. Het aandeel van aandelen in hun totale beleggingen is tussen 1982 en 1984 met enkele procentpunten, dus relatief fors, gestegen. De veranderde toestand van het bedrijfsleven en de ontwikkeling van

de aandelenkoersen was daaraan uiteraard niet vreemd. Alles wijst erop dat deze ontwikkeling zich in 1985 heeft voortgezet.

4. Door Rietkerk worden alle pensioenfondsen en levensverzekeraars te zamen genomen en er wordt dus met totalen en gemiddelden gewerkt. Daardoor gaat het zicht op onderlinge verschillen geheel verloren. In feite bestaat er een grote variatie in het relatieve aandelenbezit van de maatschappijen en fondsen. Als uitschieters buiten beschouwing worden gelaten is er een bandbreedte tussen 0 en 20% van de totale beleggingen. Er wordt dus door een deel der instellingen vrij ruim geparticipeerd in het eigen vermogen van het bedrijfsleven en dit kan perspectief openen op groei bij anderen. Van de totale beleggingen van levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen neemt het ABP rond een derde voor zijn rekening en dit overheidsfonds, fungerend onder een apart wettelijk regime, kende tot voor kort vrijwel geen aandelenbezit. Deze situatie kan zich wijzigen onder invloed van veranderde inzichten en bestuursverhoudingen ten aanzien van het ABP.

5. Het is nuttig toe te voegen dat ook beleggingen in onroerend goed moeten worden gerekend tot de risicodragende. Te becijferen valt dat levensverzekeraars en particuliere pensioenfondsen te zamen in 1984 rond 20% van hun gelden risicodragend hadden belegd en dat is niet niks.

6. Rietkerk refereert aan een onderzoek van de Bank Mees en Hope uit 1983 ¹⁾. Uit de in dat jaar gebleken beleggingswensen van de institutionele beleggers leidt hij een nauwkeurige berekening af van het thans te verwachten beleggingsgedrag. Mijns inziens ten onrechte. Beleggingswensen zijn nog geen feitelijk gedrag en de plannen worden elk jaar bijgesteld, mede onder invloed van ontwikkelingen in de markt en de vraag. Het is overigens pikant dat in het rapport van Mees en Hope zelf nu juist wordt geconcludeerd dat de wensen van institutionele beleggers goed overeenkwamen met de te verwachten vraag naar aandelenvermogen. Deze vraag, in de vorm van nieuwe emissies en bestaande aandelen „lijkt door de aandelenmarkt verwerkt te kunnen worden” (blz 22).

7. Het is bekend dat een aantal fondsen en levensverzekeraars deelnemen in participatiemaatschappijen die ten doel hebben nieuwe, veelbelovende ondernemingen van risicokapitaal te voorzien (PPM's, MIP). Het probleem van deze fondsen is over het algemeen niet hun voeding, maar de aanwendingsmogelijkheden.

8. Los van de institutionele beleggers zijn ook de overige bronnen van ri-

1) *Beleggingsbeleid institutionele beleggers in jongste verleden en naaste toekomst, Enquête 1983*, Amsterdam, 1984.

sicodragend vermogen niet 'verstopt geraakt', zoals Rietkerk stelt. De ondernemingen zijn zelf door middel van ingehouden winsten – dus toenemende besparingen – weer veel beter dan voorheen in staat hun vermogensverhoudingen in het gewenste gareel brengen en uitbreidingen te financieren. Hierdoor neemt niet het aanbod op de markt toe, maar neemt wel de externe financieringsbehoefte af. Daarnaast wordt ook door particulieren meer en meer in effecten belegd, waaronder vermoedelijk aandelen, al of niet via beleggingsmaatschappijen 2). Ten slotte is er het aanbod uit het buitenland en dat kan, onder voorwaarde van een concurrerend Nederlands bedrijfsleven, zich best tot Nederland richten. Waarom Rietkerk meent dat het „niet verstandig lijkt het beleid (van wie overigens? CdG) te bouwen op een duurzame bijdrage van buitenlandse beleggers” ontgaat mij. Omgekeerd wordt vanuit Nederland ook in buitenlandse aandelen belegd.

9. Terecht schrijft Rietkerk: „De pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen ontplooiën onmiskenbaar een sterk risicomijdend gedrag. Zij prefereren op basis van hun afwegingen van risico en rendement en drang tot looptijd-‘matching’, beleggingen in vastrentende waarden als onderhandse leningen, obligaties en hypothecaire leningen”. Dat is gezien de taak van deze instellingen en omdat ze toevertrouwde gelden van verzekerden en deelnemers beleggen ook logisch. Deze instellingen hebben niet tot doel het bedrijfsleven te financieren. Ze zullen deze financiering echter wel als middel gebruiken indien dit qua rendement en overige voorwaarden aantrekkelijk is en past in hun beleggingenmix. De genoemde preferentie is dus zeker niet absoluut, zoals blijkt uit het waar te nemen gedrag. Interessant is bij voorbeeld dat de totale beleggingen in vast goed bij de particuliere instellingen in dezelfde orde van grootte liggen als die in obligaties en hypotheek.

10. Ik acht het merkwaardig dat

Rietkerk aan het slot van zijn artikel ter verbetering van de verstopte situatie De Kams pleidooi voor deregulering en individualisering van de pensioenvoorzieningen overneemt. Nog afgezien van overige bezwaren tegen het voorstel van De Kam 3), valt te betwijfelen dat particulieren beter dan institutionele beleggers bereid en in staat zijn het beheer en het risico van aandelenbezit voor hun rekening te nemen. Ik zou het logischer hebben gevonden als het betoog was uitmondend in een pleidooi om op één of andere wijze het risico dat is verbonden aan een omvangrijk aandelenpakket, te beperken, hetzij door vormen van overheidsgarantie, hetzij door risicospreiding via gemeenschappelijke beleggingsfondsen, welke weg trouwens al wordt bewandeld.

11. Los van de problematiek van het risicodragende vermogen wekt het mijn verbazing dat Rietkerk de AOW/AWW kenmerkt als „een betrekkelijk lage basis-pensioenvoorziening”. Zowel in vergelijking met andere landen als gerelateerd aan het minimum- en modale loon is deze voorziening eerder hoog te noemen.

Al met al lijkt mij Rietkerk (veel) te pessimistisch ten aanzien van het aanbod op de aandelenmarkt in het verleden en in de toekomst. Wel staan er in zijn artikel een aantal belangwekkende opmerkingen en overwegingen, maar over het geheel genomen acht ik zijn analyse niet toereikend en zijn aanbevelingen onvoldoende steekhoudend. Er is op grond van Rietkerks betoog geen reden te vinden waarom de beleggers, waaronder de institutionele, niet in Nederlandse aandelen zullen beleggen indien die worden aangeboden en een relatief aantrekkelijk rendement opleveren.

C. de Galan

Voorzitter van de Verzekeringkamer.

2) Vgl. J.T.M. Julicher en W.L. Moerman, De veranderde samenstelling van de gezinsbesparingen, *ESB*, 1 januari 1986, blz. 13.

3) Zie het artikel van G. Hoogerwerf, Niet langer verplicht in het pensioenfonds? in *Beleid en Beheer Pensioenen*, februari 1985.

zijde in de lopende discussie onderbelicht zijn. De opmerkingen van De Galan dat ik de vraagzijde verwaarloos zijn dan ook niet ter zake, gezien de in de inleiding gegeven afbakening van het onderwerp. Dit betekent niet dat ik het bestaan van problemen aan de vraagzijde ontken. Zij zijn echter in ruime mate bekend. Terecht kan bij de behoefteeramingen de vraag worden gesteld of de potentiële geldvragers wel een redelijk rendement aan de geldgevers in het vooruitzicht zouden kunnen stellen (punt 1). Met het voortgaande rendementsherstel van het bedrijfsleven neemt dit probleem gelukkig in ernst af. Aan de aanbodzijde doen zich echter een aantal knelpunten voor die geen of te weinig aandacht krijgen. Deze problemen zijn van zodanig hardnekkige aard dat beleidsalternatieven moeten worden ontwikkeld om de markt voor risicodragend vermogen uit het slop te halen.

De Galan verwijt mij in punt 2 dat ik geen aandacht heb besteed aan het potentiële aanbod van risicodragend vermogen. Slechts het belegde bedrag is als aanbod beschouwd. Het laatste is juist. In de historische analyse is opgenomen wat feitelijk van het netto aanbod is belegd in aandelen, leningen en onroerend goed, conform de definiëring van De Nederlandsche Bank. Het eerste is niet juist. Het potentiële aanbod was nl. een hoofdbestanddeel van mijn beschouwing. In de paragraaf 'Aanbodpotentie van marktpartijen nader bezien' is op dit aspect uitvoerig ingegaan. De conclusie luidde dat de aanbodpotentie er nauwelijks is. De pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen vormen in feite de enige aanbiederscategorie die het Nederlandse bedrijfsleven substantieel van nieuw risicodragend aandelenvermogen zou kunnen voorzien. Zij zou het echter liever aan buitenlandse ondernemingen willen verstrekken, zodat dit aanbodpotentieel in de orde van grootte van f. 16 mrd. (uitgaande van een enquête uit 1983 en het balanstotaal van pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen per ultimo maart 1985) aan de neus van het Nederlandse bedrijfsleven zou voorbijgaan. Naar mijn mening is dit niet een eenvoudige kwestie van rendementsafweging, maar een structureel probleem ontstaan door de omvang van Nederlandse institutionele beleggers ten opzichte van de Nederlandse aandelenmarkt. Ik ben het daarom niet eens met De Galan als hij zou willen suggereren dat de aandelenmarkt een simpele prijs/hoeveelheidmarkt is, in die zin dat het aanbod alleen een functie zou zijn van het geboden rendement. Er zijn starheden van structurele aard (oorzakelijk verbonden met het gedwongen collectieve systeem van pensioenopbouw) die de toevoer van nieuw aandelenvermogen naar de markt belemmeren.

In punt 3 stelt De Galan dat het aandelenbezit van levensverzekeringmaatschappijen en particuliere pensi-

Naschrift

In mijn artikel heb ik een vergroting van de *individuele* contractuele besparingen bepleit. De stroom van de *collectieve* contractuele besparingen naar de institutionele beleggers kan daardoor worden beperkt. De beheerders van de collectieve contractuele besparingen, de pensioenfondsen en de levensverzekeringmaatschappijen, hadden in de periode 1980/1984 door de enorme toestroom van middelen een aandeel van 57% in het totale netto aanbod ter kapitaalmarkt. Daarvan beleggen deze instellingen echter te weinig in Nederlandse aandelen. Te weinig, omdat Nederlandse bedrijven een grote behoefte hebben aan nieuw

risicodragend vermogen voor herstel van de solvabiliteit en omdat de investeringsquote dringend op een hoger peil dient te worden gebracht. De markt voor risicodragend vermogen in Nederland vervult in dit opzicht niet de gewenste functie. Een wijziging van de kanalisatie van de contractuele besparingen naar de kapitaalmarkt zal naar mijn mening een goede remedie kunnen zijn om de markt voor aandelenvermogen beter te laten functioneren dan nu het geval is. Particulieren kunnen desgewenst dan doen wat de instituten – om wat voor redenen dan ook – niet doen.

Het artikel had als onderwerp de aanbodzijde van de markt voor risicodragend vermogen, omdat naar mijn mening de problemen aan de aanbod-

oenfondsen weer toeneemt. Het aandeel van aandelen in procenten van hun totale beleggingen zou tussen 1982 en 1984 met enkele procentpunten zijn gestegen. Mijs inziens is het niet correct uit de totale groep van institutionele beleggers enkele categorieën met gunstige cijfers te lichten en de andere met ongunstige uitkomsten weg te laten (zie ook punt 4). In onderstaande tabel geef ik daarom voor de gehele groep van pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen het procentuele aandeel van de binnenlandse aandelenbeleggingen als percentage van de totale kapitaalmarktbeleggingen met daarnaast de stand van de beurswaarde-index per de ultimo van een aantal jaren.

Tabel. Binnenlands aandelenbezit van pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen in procenten van de totale kapitaalmarktbeleggingen

Ultimo	%	Beurswaarde-index
1979	2,7	96,1
1980	2,5	107,8
1981	2,3	99,4
1982	2,3	115,8
1983	3,1	175,8
1984	3,6	213,0
juni 1985	3,5	244,3

Bron: DNB, Jaarverslag 1984 en idem, Kwartaalbericht 1985/3.

Van een gunstige ontwikkeling is in het geheel geen sprake voor het totaal bezien. De beurswaarde van aandelen verdubbelde ruimschoots tussen eind 1982 en midden 1985, doch het percentage Nederlands aandelenbezit verbeterde slechts met een factor 1,5. Het lijkt er dus meer op dat pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen per saldo aandelen hebben afgestoten in dit tijdvak.

Punt 5 door De Galan genoemd, acht ik niet relevant, omdat het in deze discussie gaat om de markt voor risicodragend aandelenvermogen.

De steun die De Galan meent te moeten putten uit het onderzoek van Bank Mees en Hope uit 1983 (zijn punt 6) is niet al te stevig. De pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen geven aan 5% van hun balanstotaal in Nederlandse aandelen te willen beleggen. Ultimo maart 1985 waren zij nog f. 5,4 mrd. verwijderd van dit streven. Als de bank dan schat dat er nog vraag zal zijn voor een dergelijk bedrag, is de markt er dus (nog) niet in geslaagd dit bedrag te fourneren.

De niet-marktconforme verschaffing van risicodragend vermogen via ppm's en de MIP, die De Galan in punt 7 noemt, is van zeer ondergeschikte betekenis. Het door pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen geheel voor eigen risico aangehouden bedrag aan Nederlandse aandelen is

in feite dus iets lager dan in de statistieken weergegeven, maar het verschil is te verwaarlozen. Ik ben het met De Galan eens dat bij de potentiële MIP- en ppm-beleggingen de problemen aan de vraagzijde aanzienlijk zijn.

De Galan ontkent dat de overige bronnen van risicodragend vermogen verstopt zijn geraakt. Ik moge nogmaals verwijzen naar de paragraaf over de aanbodpotentie van de marktpartijen. (Zou die paragraaf in het *ESB*-exemplaar van De Galan hebben ontbroken?) Voor de banken en spaarbanken verhindert het overheidsbeleid aanbod van risicodragend vermogen. De sector gezinnen en bedrijven is al sedert 1977 netto verkoper van aandelen. Ook in 1985 is dat vermoedelijk weer het geval geweest. Het buitenland heeft nog wel belangstelling voor Nederlandse aandelen. Het gaat echter om beperkte bedragen en het sentiment kan zeer snel wijzigen, waardoor het buitenland massaal Nederlandse aandelen zou kunnen afstoten en een zware koersval veroorzaken als daartegenover geen absorberende binnenlandse bronnen staan. Dat vanuit Nederland ook in buitenlandse aandelen wordt belegd, verandert niets aan de labiliteit van de buitenlandse belangstelling. Nederlandse ingezetenen verkopen trouwens al jaren per saldo buitenlandse aandelen. Enig lichtpunt – ook De Galan wijst daarop – zijn de ingehouden winsten, die tot verbetering van de vermogensverhoudingen leiden. Daarmee zijn zij niet per definitie op de juiste plek in de economie terechtgekomen, want deze besparingen ondergaan niet het allocatieproces van de markt. Een goed functionerende markt voor aanbod en externe verwerving van aandelenvermogen blijft ook bij rentabiliteitsherstel van het bedrijfsleven een harde noodzaak.

Punt 9 geeft mij geen aanleiding tot commentaar. Het venijn zit in de staart. In punt 10 noemt De Galan het merkwaardig dat De Kams pleidooi voor regulering en individualisering van de pensioenvoorziening wordt overgenomen als remedie tegen de verstoppingsverschijnselen op de markt voor risicodragend vermogen. Ik zal mijn argumentatie niet herhalen. Zie de beide laatste paragrafen op blz. 68 en 69. Slechts het volgende. Natuurlijk slaat de schrik De Galans achterban om het hart. Maar dat is overdeven. Individuele oudedagrekeningen zijn heel gewoon in de Verenigde Staten en in Groot-Brittannië, landen met een zelfde kapitaaldeckingscultuur als Nederland. Alleen zij hebben nog een paternalistisch bekleet systeem dat vrije keuze door de werknemer uitsluit. Gevolg: opzameling van zeer grote vermogens bij een beperkt aantal pensioenfondsen, die te groot zijn geworden voor de Nederlandse aandelenmarkt. Ik wil overigens niet ontkennen dat aan de individuele oudedagrekening ook grote nadelen kleven, maar er zijn ook voordelen. Degene die kiest voor een

individuele oudedagrekening heeft bij voorbeeld nooit meer hinder van pensioenbreuk.

De Galan betwijfelt voorts of particulieren beter dan institutionele beleggers bereid en in staat zijn het beheer en het risico van aandelenbezit voor hun rekening te nemen. De bezorgdheid is overdreven. Tienduizenden Nederlanders bezitten aandelen. Wie zelf het beheer niet wil voeren, kan dit opdragen aan een bank of commissienair. Wie het risico vreest, kan beleggen in een beleggingsfonds. In geval van zelfbeheer met advisering door bank of commissienair bespaart men bovendien de apparaatskosten van het pensioenfonds, waardoor bij elk gelijk risiconiveau een hoger rendement kan worden gerealiseerd. Bovendien zal men bij de individuele oudedagrekening jaarlijks het gerealiseerde rendement kunnen berekenen, opgesplitst in een inkomstenrendement en een waardemutatie. Dat zou al een hele vooruitgang zijn vergeleken met de collectieve pensioenrekening, waarbij de verzekerde vrijwel nooit een goede rendementsberekening te zien krijgt, omdat de waardemutaties niet of onvolledig tot uiting worden gebracht.

Tot slot het elfde punt. De Galan valt erover dat ik de AOW/AWW als een betrekkelijk lage basis-pensioenvoorziening omschrijf. Ik heb deze voorziening niet, zoals hij doet, gerelateerd aan het minimum of modale loon noch aan vergelijkbare uitkeringen in andere landen, maar bezien als deel van de totale individuele pensioenaanspraken. Onder normale omstandigheden zal het grootste deel van het pensioeninkomen gevormd worden door aanspraken, die zijn opgebouwd met het kapitaaldeckingsstelsel.

Ik dank dr. De Galan voor zijn reactie op mijn artikel in dit blad. De problemen aan de aanbodzijde van de markt van risicodragend vermogen moeten naar mijn mening meer voor het voetlicht komen. Gaarne hoop ik dat deze discussie daaraan een bijdrage zal leveren.

G. Rietkerk